

Le Journal des Finances - Semaine du 16 février 2008



« Je n'aimerais pas être à la tête de la BCE dans les mois qui viennent »

## Penser l'impensable

Par **Charles Gave**

(Suite de la page une)

• Les marchés financiers, et en particulier les valeurs bancaires et d'assurance, ont connu un début d'année éprouvant, ce qui est toujours mauvais signe. La croissance des prêts bancaires effectués par les banques allemandes à des entités allemandes (sociétés, particuliers, immobilier) depuis trois ans a été nulle. Or le bilan des banques allemandes a beaucoup augmenté. Question : à qui les banques allemandes ont-elles prêté ? Au subprime américain ? à la Hongrie ? à la Turquie ? à l'immobilier espagnol ? Nous le saurons bientôt...

• Les deux moteurs de la croissance européenne, l'Espagne et la Grande-Bretagne connaissent toutes les deux des difficultés graves.

• Il faut savoir enfin que l'EuroLand exporte plus vers la Grande-Bretagne que vers les Etats-Unis, et que 40 % de l'accroissement de la consommation en EuroLand depuis cinq ans est venue d'Espagne...

Bref, imaginons une seconde que l'Europe de l'EuroLand rentre en récession dans les quelques mois qui viennent, ce que semblent indiquer tous les signes mentionnés plus haut.

Quelles en seraient les conséquences ?

La première serait bien entendu une forte hausse du chômage, en particulier dans toutes les activités liées à la construction, compte tenu du délabrement du bilan des banques (*voir nos précédents articles*).

La deuxième serait fort logiquement et comme toujours une détérioration des finances publiques, et ce à peu près partout.

Petit à petit, le coût du crédit monte pour l'Italie, la Grèce, le Portugal... voire la France.

Tant et si bien que les taux d'intérêt dans ces pays commencent à être supérieurs aux taux de croissance des économies sous-jacentes.

Que va-t-il se passer si l'économie italienne croît de 2 % nominaux, alors que les taux d'intérêt seraient en moyenne à 4 % et le ratio dette sur PNB à 110 % ?

En termes simples, que se passera-t-il dans les marchés si le déficit italien passe à 113 % du PNB, puis à 116 %, puis à 120 % ?

En d'autres termes que se passe-t-il si l'Italie rentre, selon la formule de Keynes, dans une trappe à dette où la dette s'accumule beaucoup plus vite que le PNB, comme l'Argentine il y a quelques années ?

La BCE achètera-t-elle cette dette ? Monétisant de ce fait la dette italienne, et transformant l'euro en lire, ce qui amènerait à un effondrement de l'euro et serait une merveilleuse nouvelle pour les marchés des actions européens... La BCE écroulera-t-elle les taux à 1 % ou 2 % très vite, pour sauver l'Italie, forçant M. Trichet à manger son chapeau, ce qui serait à nouveau une très bonne nouvelle pour les actions (mais pas pour l'euro) ?

Ou bien refusera-t-elle ces solutions, forçant de ce fait l'Italie à sortir de l'euro ?

Voilà qui créerait un tsunami financier d'envergure.

Un point important ici : la dette italienne est de droit émise dans la monnaie de l'Etat souverain italien.

Aujourd'hui, c'est l'euro, demain, ce peut être la nouvelle lire, qui flottera librement contre l'euro et perdra immédiatement 40 %

Je n'aimerais pas être à la place de ceux qui vont être amenés à faire ce choix à la BCE dans les trimestres qui viennent.

En tout état de cause, vendre toutes affaires cessantes les obligations des pays à risque pour se concentrer sur les actions en Asie ou sur les belles valeurs mondiales vendant à l'Asie et/ou aux pays émergents, ou sur les obligations courtes de pays sérieux tels que la Suède semble être une sage, très sage précaution...